

Hedgefondsen: *back to basics*

Inleiding

De term hedgefondsen heeft betrekking op een zeer diverse groep beleggingsinstellingen. Het eerste hedgefonds, het in 1949 opgerichte Jones Hedge Fund, voerde een zodanige strategie dat de beleggingen grotendeels waren beschermd (“gehedged”) tegen algemene koersbewegingen. Hierbij werden bepaalde aandelen gekocht (“lange positie”) en andere aandelen geleend, vervolgens verkocht en pas op een later tijdstip weer teruggekocht (“korte positie”). Met een dergelijke arbitragestrategie kan op veranderingen in prijsverschillen tussen individuele effecten worden gespeculeerd, zonder dat men blootstaat aan het bredere marktrisico. In de afgelopen 50 jaar is de diversiteit binnen de hedgefondsen-sector echter in snel tempo toegenomen.¹ Zo maakten aan het begin van de jaren '90 de zogenoemde macrofondsen furore, hedgefondsen die het marktrisico niet uit de weg gingen, maar juist grote speculatieve posities op de rente- en valutamarkten innamen. Hoewel de eerste hedgefondsen hun naam dus eer aan deden door marktrisico's grotendeels af te dekken, zou voor deze macrofondsen de term speculatiefonds eigenlijk toepasselijker zijn. In dit artikel zal worden ingegaan op een aantal recente ontwikkelingen binnen de sector.

Wat maakt een fonds een hedgefonds?

Hoewel een eenduidige definitie van een hedgefonds moeilijk te geven is, kunnen toch een aantal gemeenschappelijke kenmerken worden genoemd. Ten eerste richten hedgefondsen zich niet op het grote publiek, maar uitsluitend op vermogende particulieren en institutionele beleggers. Hierdoor zijn zij van allerlei regelgeving en publicatievereisten vrijgesteld, waardoor hun beleggingsstrategieën flexibeler zijn dan die van gewone beleggingsfondsen. Zo trekken sommige hedgefondsen aanzienlijke hoeveelheden vreemd vermogen aan, waardoor ze met een grote financiële hefboom (*leverage*) op de internationale markten kunnen opereren (vandaar de vaak gebruikte aanduiding Highly Leveraged Institutions (HLIs)). Ten tweede mogen hedgefondsen, in tegenstelling tot gewone beleggingsfondsen, gebruik maken van korte posities, waardoor ze kunnen speculeren op dalende koersen of een marktneutrale beleggingsstrategie kunnen voeren. Ten derde valt de beloningsstructuur van hedgefondsmanagers op. Zij ontvangen een beloning die direct afhangt van het rendement en dienen in de meeste gevallen bovendien een aanzienlijk deel van hun eigen vermogen in het fonds te stoppen. Op deze manier worden de economische prikkels van de managers zoveel mogelijk in lijn gebracht met de doelstelling van de kapitaalverschaffers: het behalen van een zo hoog mogelijk rendement, zonder onverantwoord hoge risico's te nemen.

¹ Zie voor een uitgebreidere analyse van de hedgefondsensector: Ilko Naaborg en Ralph de Haas, “*Hedgefondsen. Kenmerken, werkwijzen en invloed op het financiële systeem*”, te verschijnen in de reeks *Financiële en Monetair Studies* (Wolters-Noordhoff).

Hedgefondsen 2001 : terug van niet echt weggeweest...

Nadat in de eerste helft van de jaren '90 de grote macrofondsen van superspeculanten als George Soros hoogtij vierden, is de populariteit van deze fondsen in de afgelopen jaren afgenomen. Het debacle met het enorme Amerikaanse hedgefonds LTCM in de zomer van 1998 vormde het eerste teken van deze omslag.² Hedgefondsen werden geconfronteerd met zowel een afnemende kredietverlening als een uitstroom van in de fondsen belegd kapitaal. Het einde van LTCM, dat uiteindelijk in 1999 werd opgeheven, stond bovendien niet op zichzelf. In maart vorig jaar werd het einde aangekondigd van het grote fonds Tiger Management en een maand later kondigde George Soros aan dat hij conservatiever wilde gaan beleggen, nadat de waarde van zijn Quantumfonds sterk was gedaald door verliezen in de technologiesector. De vooruitzichten voor de sector leken kortom beroerd. Recent is de populariteit van hedgefondsen echter weer sterk toegenomen. Deze hernieuwde belangstelling is ten eerste afkomstig uit de richting van institutionele beleggers, met name pensioenfondsen. Zo kondigde het ABP begin dit jaar aan van plan te zijn in hedgefondsen te gaan beleggen. Pensioenfondsen beschouwen het toevoegen van alternatieve beleggingen, waaronder hedgefondsen, als een manier om hun rendementen op te krikken en tegelijkertijd hun portefeuille verder te diversificeren. De gestegen belangstelling voor hedgefondsen hangt dan ook sterk samen met de toegenomen onzekerheid op de financiële markten, met name het einde van de jarenlange stijging op de aandelenmarkten. Zoals al eerder werd opgemerkt, bieden hedgefondsen de mogelijkheid om middels een gecombineerde lang / kort-strategie de gevoeligheid van de beleggingen voor marktbrede koersschommelingen grotendeels uit te schakelen. In een nerveuze aandelenmarkt als de huidige kan dit een aantrekkelijke optie zijn. Zo geeft figuur 1 de zeer stabiele ontwikkeling van marktneutrale aandelenhedgefondsen weer (onderste lijn).

< Hier ongeveer Figuur 1 invoegen >

Door het combineren van lange en korte posities, net zoals de eerste hedgefondsen deden, wisten deze fondsen ook in een moeilijk jaar als 2000 nog een aantrekkelijk rendement te behalen. Uit de stabiele ontwikkeling blijkt duidelijk de geringe gevoeligheid voor de schommelingen van de aandelenmarkten als geheel. Daar staat tegenover dat zij gedurende de jaren '90 vanzelfsprekend ook minder hebben kunnen profiteren van de opgaande aandelenmarkt. Zo blijkt dat de cumulatieve opbrengst sinds 1994 van beleggingen in aandelen (bovenste lijn) hoger is dan van een even grote belegging in hedgefondsen. Echter, bij het haperen van de aandelenmarkten blijken hedgefondsen (onderste en middelste lijn³) een aantrekkelijk alternatief. Wanneer de gegevens uit de figuur voor risico worden gecorrigeerd,

² LTCM was overigens geen macrofonds maar vooral een marktneutraal arbitragefonds, dat relatief kleine prijsverschillen tussen vergelijkbare financiële instrumenten uitbuitte.

³ Deze lijn betreft de CSFB/Tremont hedgefondsenindex waarin zo'n 2600 hedgefondsen zijn opgenomen.

blijkt dat hedgefondsen in de afgelopen jaren een relatief goede risico/rendementsverhouding lieten zien.⁴

Gegeven het bovenstaande is het niet verwonderlijk dat ook steeds meer (zaken)banken hedgefondsen in hun productassortiment opnemen. Met name voor *private banking*-klanten kunnen deze beleggingen een aantrekkelijke aanvulling zijn op de bestaande portefeuille, mede gezien de lage correlaties van hedgefondsrendementen met die van meer traditionele beleggingen. Veel banken bieden zogenoemde fonds-in-fondsen aan, waarbij een klant via een parapluconstructie in diverse kleine hedgefondsen kan beleggen, ieder met een eigen beleggingsstijl. Met de introductie van dergelijke fonds-in-fondsen is tevens de minimuminleg voor beleggers geleidelijk afgenomen. De hernieuwde belangstelling voor hedgefondsen heeft er niet toe geleid dat de huidige fondsen weer zijn uitgegroeid tot de kolossale beleggingsgiganten die in de jaren tachtig en negentig belangrijke spelers waren op de financiële markten. De ondergang van enkele van deze reuzen heeft de sector geleerd dat groter niet altijd beter is. Immers, één van de problemen waar bijvoorbeeld LTCM tegen aan liep, was dat er op een gegeven moment simpelweg teveel te beleggen middelen aanwezig waren. Het gevaar bestaat dan dat er belegd wordt in tweederangs beleggingsalternatieven of dat de ingenomen posities in bepaalde deelmarkten dusdanig groot worden dat deze niet meer verlaten kunnen worden zonder daarmee de prijzen te laten kelderen. Om dergelijke situaties te voorkomen, kiezen steeds meer fondsen er bewust voor om klein te blijven en regelmatig een stop te zetten op de instroom van nieuw kapitaal (of zelfs kapitaal naar de beleggers terug te storten).

Toezi chthouders kiezen voor indirecte benadering

De ondergang van LTCM heeft duidelijk gemaakt dat het faillissement van een groot hedgefonds met een omvangrijke financiële hefboom belangrijke negatieve implicaties kan hebben; niet alleen voor de beleggers en de kredietverschaffers van het fonds, maar ook voor de financiële markten in het algemeen. Bij LTCM kon een dergelijk systeemrisico ontstaan doordat banken, vaak zonder het van elkaar te weten, grote hoeveelheden krediet aan het fonds verleenden, zonder zich voldoende op de hoogte te stellen van de risicostructuur, de handelsstrategieën en de kwaliteit van het management. Toezichhouders hebben daarom besloten om niet de hedgefondssector zelf te reguleren, maar het probleem bij de oorzaak aan te pakken, dat wil zeggen bij de kredietverschaffers. Het uitgangspunt daarbij is dat banken over voldoende kwalitatieve en kwantitatieve informatie dienen te beschikken om een afgewogen beslissing te kunnen nemen over het al dan niet verlenen van krediet aan een bepaald hedgefonds. Wanneer zo de kredietverlening aan hedgefondsen op prudente wijze plaatsvindt, kan hun hefboom beheerst blijven en zullen systeemrisico's verminderen. Hierbij speelt ook mee dat er aanzienlijke

⁴ Dit blijkt bijvoorbeeld uit de zogenoemde Sharpe-ratio. Een hogere Sharpe-ratio betekent een hoger voor risico gecorrigeerd rendement. Voor de S&P 500 bedroeg deze ratio over de periode 1994-2000 0,6; voor de CSFB/Tremont-index 0,73 en voor de marktneutrale subindex 2,06.

praktische problemen verbonden zijn aan het direct reguleren van hedgefondsen. Ten eerste is er niet een eenduidige definitie van een hedgefonds te geven, waardoor het voor dergelijke instellingen vrij makkelijk wordt om zich aan eventuele regelgeving te onttrekken. Ook hebben fondsen de mogelijkheid om uit te wijken naar niet of minder gereguleerde *off-shore* gebieden. Goed werkende regulering en toezicht zou zich dus ook tot deze gebieden moeten uitstrekken, hetgeen een langzaam en politiek zeer moeizaam proces zou betekenen.

Het Bazels Comité van banktoezichthouders heeft aan de indirecte aanpak invulling gegeven door aanbevelingen te doen voor banken die met hedgefondsen handelen of van plan zijn dit te gaan doen.⁵ Hierin staat onder meer dat banken, reeds voordat de eerste transacties gedaan worden, een adequaat risicomanagementsysteem en een expliciet beleid ten aanzien van hedgefondsen moeten hebben. Zo moet nauwkeurig worden vastgelegd welke informatie over potentiële tegenpartijen absoluut noodzakelijk is en aan welke kredietstandaarden deze dienen te voldoen. Nuttige informatie kan bijvoorbeeld betrekking hebben op de ingenomen posities van het fonds, de prestaties in het verleden en de gehanteerde strategieën. Ook dient inzicht te worden verworven in de mate waarin het fonds gebruik maakt van een financiële hefboom. Voorts moeten systemen aanwezig zijn die ervoor zorgen dat steeds voldoende onderpand aanwezig is en dat posities met hedgefondstegenpartijen tijdig worden afgebroken indien het fonds niet langer aan bepaalde voorwaarden voldoet. Ook dienen banken gebruik te maken van scenario-analyses en stress-testen, waarbij de gevolgen van bepaalde negatieve marktscenario's voor de hedgefondsportefeuille worden doorgerekend.

Om inzicht te verwerven in de effectiviteit van de indirecte aanpak, wordt de voortgang van de banken gemonitord. In maart van dit jaar publiceerde het Bazels Comité, samen met IOSCO⁶, een rapport waarin de laatste stand van zaken werd beschreven.⁷ Hieruit blijkt dat banken voortgang hebben geboekt in het rapporteren van hedgefonds-*exposures* aan het hogere management, het beter inschatten van kredietrisico's verbonden aan hedgefondsen en het beheersen van *exposures*, zowel op het gebied van onderpand als documentatie. Veel instellingen hebben verder hun risicomaatstaven verbeterd, bijvoorbeeld door het introduceren van portfoliosimulatiemodellen. Een aantal instellingen dient echter nog verdere verbeteringen door te voeren binnen hun risicomanagementsystemen, vooral wat betreft het modelleren van de portefeuille en het stress-testen van onderpand en liquiditeit. Verder

⁵ Bazels Comité voor het Banktoezicht, *Sound Practices for Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions* (1999) en *Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions* (1999). Beide rapporten werden geschreven door een internationale werkgroep onder voorzitterschap van Jan Brockmeijer, onderdirecteur bij De Nederlandsche Bank.

⁶ International Organization of Securities Commissions, de samenwerkende toezichthouders op effecteninstellingen.

⁷ *Review of issues relating to Highly Leveraged Institutions (HLIs)*, Bazels Comité voor het Banktoezicht en IOSCO, maart 2001. In 2000 publiceerde het Bazels Comité al *Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions: Implementation of the Basel Committee's Sound Practices Paper*, waarin voor de eerste keer de voortgang van banken in kaart werd gebracht.

hebben banken in veel gevallen aanzienlijke vooruitgang geboekt bij het beheersen van kredietlimieten en het verbeteren van kredietvoorwaarden. Sommige banken hebben echter in geval van korte termijn transacties met een aantal hedgefonds-tegenpartijen bepaalde eisen toch weer versoepeld. Het Bazelse Comité benadrukt dat indien concurrentieoverwegingen het banken onmogelijk maken strengere eisen te stellen, de hieruit voortvloeiende risico's gemitigeerd dienen te worden door een verhoogde transparantie door de fondsen, lagere limieten en / of strengere kredietconvenanten.

Besluit

Het einde van een aantal zeer grote hedgefondsen en de toetreding van kleinere fondsen tot de sector heeft er voor gezorgd dat de hedgefondsportefeuille van veel banken momenteel beter is gediversificeerd. Tegelijkertijd is daarmee het systeemrisico verbonden aan het faillissement van een enkel fonds enigszins verminderd. Toch mag dit geen aanleiding zijn voor verschaffers van eigen en vreemd vermogen aan hedgefondsen om minder waakzaam te zijn. Zo waarschuwde de Securities and Exchange Commission (SEC) - de Amerikaanse beurstoezichthouder - onlangs nog dat veel nieuwe fondsmanagers onervaren of zelfs onbetrouwbaar zijn. Banken dienen daarom de ingezette verbeteringen in hun beleid ten aanzien van hedgefondsen vol te houden en uit te breiden, ook wat betreft de kleinere fondsen. Wanneer de concurrentie dit binnen bepaalde marktsegmenten bemoeilijkt, zullen banken er toch voor moeten zorgen dat het totaalpakket van maatregelen ten aanzien van deze hedgefonds-tegenpartijen ruimschoots in orde is. Alleen op die manier kunnen financieringsstromen verschuiven van onbetrouwbare fondsen met een overmatige hefboom naar transparante en goed beheerde fondsen.

Ralph de Haas

De auteur is werkzaam bij De Nederlandsche Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.